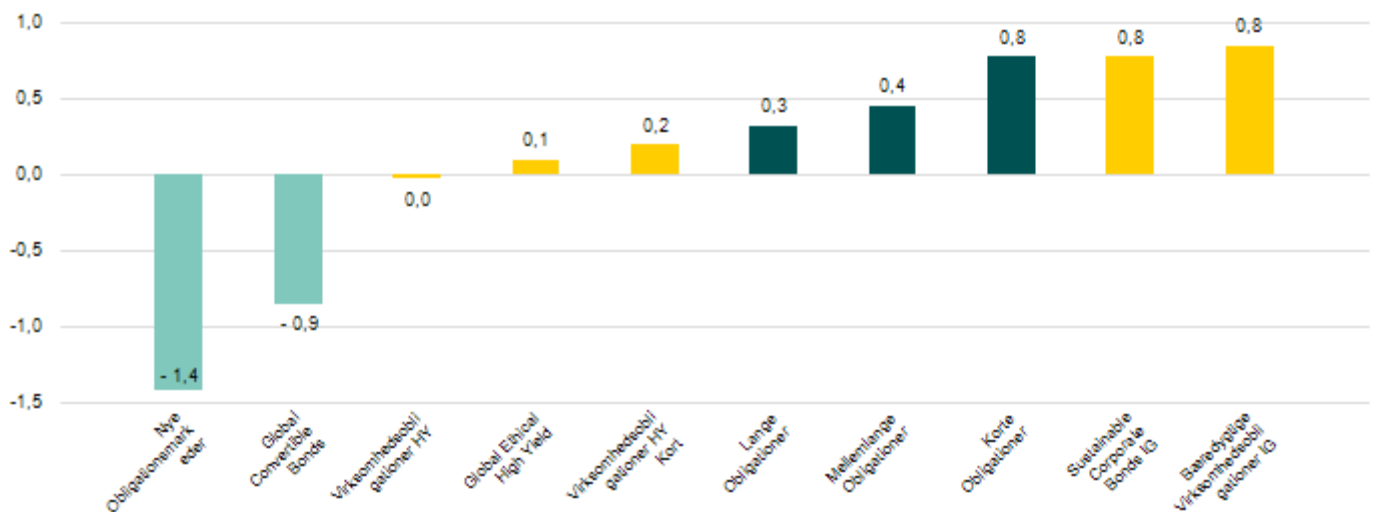


Q4 2024

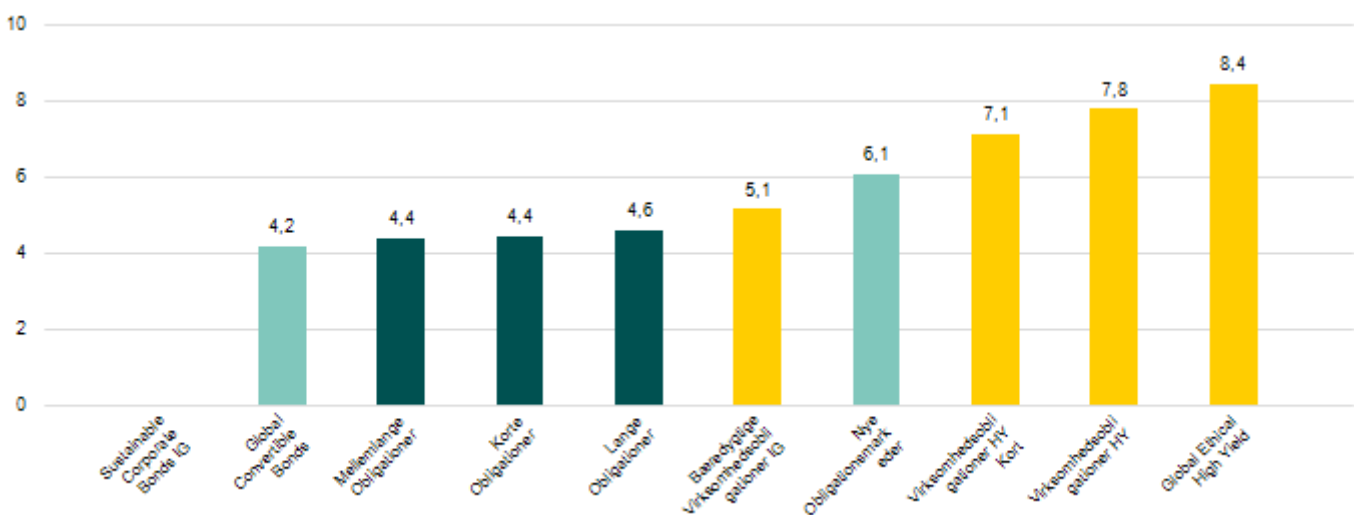
Danske Obligationer	Virksomhedsobligationer	Øvrige
<p>Kvartalet bød ikke på de store ændringer i renterne og sluttede på stort set samme renteniveau, som det begyndte, men med udsving undervejs. Vi fik de forventede rentenedsættelser, og i USA sluttede den amerikanske centralbank, Fed, året af med at skære 25 basispunkter af renten. Det bragte den samlede rentenedsættelse for 2024 op på 100 basispunkter. Samtidig signalerede Fed yderligere 50 basispunkter i 2025.</p>	<p>Markedet for højrente virksomhedsobligationer lå fladt i kvartalet, selvom kreditspændet faldt en smule. Virksomhedsobligationer High Yield KL A gav et afkast på -0,03% efter omk., hvilket stort set var på niveau med sammenligningsindekset. Virksomhedsobligationer High Yield Kort KL A var med et afkast på 0,19% efter omkostninger også på niveau med sammenligningsindekset.</p>	<p>Året sluttede lige midt i feltet for forvaltere af konvertible obligationer, hvilket er godkendt, når vi tager højde for, at strategiens bias mod Value (i et vækstunivers), og Small Cap var imod os, og at vi fravælger alle krypto-relaterede udstedelser, som i nogle tilfælde gav ekstraordinært høje afkast.</p>

Afkastoverblik (A/R-klasser)

4. kvartal 2024



År til dato



Danske Obligationer

Overordnet set ikke de store niveauændringer i renterne, idet kvartalet sluttede på stort set samme renteniveau, som det begyndte, men med udsving undervejs. Centralbankerne leverede rentenedsættelser som forventet, og mens den amerikanske centralbank sluttede året af med igen at sænke renten, så de samlede rentenedsættelser for 2024 beløb sig til 100 basispunkter, så signalerede de samtidigt, at de blot forventer yderligere 50 basispunkters nedsættelser i 2025. Valget af Donald Trump som kommende amerikansk præsident skaber bekymring for, at finanspolitiske lempelser samt øgede todsatser kan lægge et opadgående pres på inflationen. Det fornyede fokus på inflation og usikkerhed til den fremtidige inflationsbane samt signalet fra den amerikanske centralbank om, at de kommer til at gå lidt mere forsigtigt til værks med hensyn til rentenedsættelser, lagde et opadgående pres på renterne i slutningen af kvartalet, og den 10-årige amerikanske statsobligation lukkede 2024 på 4,57% - det højeste niveau siden april. Europa er præget af politisk usikkerhed og i lyset af et moderat vækstbillede blev der spekuleret i, om ECB kunne levere en større rentenedsættelse end de 25bp, som de endte med på decembermødet.

På realkreditmarkedet kom der dermed ikke yderligere attraktive lånemuligheder for låntagere med 5%-lån, da vi ikke for alvor fik 3,5% 2056-obligationen i spil som nyt udstedelsespapir. Dermed endte konverteringsomfanget til januar-terminen lavere end frygtet, og udstedelsesomfanget i konverterbare obligationer det samme. De inkonverterbare obligationer tabte op til årets sidste refinansieringsauktion og klarede sig på trods af merrenten ikke bedre end tilsvarende statsobligationer hen over kvartalet. Dermed blev den løbende rente det primære afkastbidrag i porteføljerne, mens der var negative bidrag fra realkreditspænd og inflation.

Virksomhedsobligationer

Markedet var fladt i kvartalet, selvom kreditspændene (som er merrenten ved investering i en kreditobligation relativt til en statsobligation) faldt med 21 basispoint (bp) til 324 bp. Risikoaktiver havde en blandet udvikling. Perioden begyndte stærkt, men momentum varierede på tværs af regioner og aktivklasser. Amerikanske aktier oplevede deres første månedlige fald i seks måneder i oktober, men steg kraftigt igen i november, drevet af optimisme efter det amerikanske valg og en styrket dollar. Europæiske aktier havde det svært, tyngt af svage økonomiske nøgletal, politisk ustabilitet og divergerende PMI-data, hvilket understregede de forskellige økonomiske tendenser på tværs af Atlanten. Statsobligationsrenter steg markant, især i USA, påvirket af forbedrede økonomiske data, lavere forventninger om aggressive rentenedsættelser og fornyet fokus på inflationsbekymringer. I december intensiverede en høgeagtig holdning fra den amerikanske centralbank og afdæmpede tiltag fra Den Europæiske Centralbank markedets usikkerhed og fik renterne til at nå det højeste niveau i flere måneder. Den toneangivende 10-årige amerikanske statsobligationsrente sluttede året på det højeste niveau siden april, mens spændet mellem franske og tyske obligationer nåede det bredeste niveau siden 2012 som følge af politisk uro i Frankrig.

Kreditmarkederne viste relativ modstandsdygtighed med en indsnævring af High-Yield-spænd. Regionale forskelle bestod dog, idet amerikanske selskaber nød godt af økonomisk optimisme, mens europæiske virksomheder i november blev presset af svækket økonomisk grundlag og politisk uro. På trods af visse udfordringer klarede kreditinstrumenter sig bedre end statsobligationer, understøttet af højere rentetilskrivning og spændindsnævring. Den høje udstedelsesaktivitet fortsatte trods stigende statsobligationsrenter, da virksomheder udnyttede faldende spænd til at refinansiere eksisterende gæld. Det resulterede i, at udstedelsesvolumenerne for 2024 oversteg de samlede niveauer for 2022 og 2023 tilsammen, hvilket reducerede antallet af obligationer, der forfalder over de næste to år.

Virksomhedsobligationer HY KL A leverede et afkast på -0,03% for kvartalet efter omkostninger, hvilket var 0,08 procentpoint efter sammenligningsindekset. Virksomhedsobligationer HY Kort KL A leverede et afkast på 0,19% efter omkostninger, hvilket var 0,07 procentpoint efter sammenligningsindekset. De negative merafkast kom primært fra sektorerne Kommunikation og Teknologi.

Øvrige

Konvertible obligationer

Et begivenhedsrigt kvartal hvor især Trumps genvalg i USA fyldte meget. For konvertible gav "Trump-traden" i særdeleshed medvind til de krypto-relaterede selskaber, der har fundet vej til det konvertible univers på det seneste, og som vi ikke investerer i. Vores tilt mod Small Cap-selskaber kompenserede ikke i tilstrækkelig grad, og det resulterede i en underperformance i kvartalet og er hele årsagen til, at vi ender året efter benchmark. Ser vi bort fra valutaeffekten fra en styrket dollar, endte mange aktieindeks kun svagt positiv for kvartalet, og Small Cap ca. i nul, til trods for en stigning i kølvandet af valgresultatet. Vi så derfor kun en kort effekt i Small Cap-segmentet oven på Trumps genvalg, hvilket måske overrasker og kunne indikere, at vi stadig har noget til gode i det segment, da protektionisme, mindre regulering og måske lavere renter forventes at gavne Small Cap i USA.

Vi endte året lige midt i feltet for forvaltere af konvertible, hvilket er acceptabelt, når vi tager højde for, at strategiens bias mod Value (i et vækst-univers) og Small Cap var imod os, og at vi frascreener alle kryptorelaterede udstedelser, som i nogle tilfælde gav ekstraordinært høje afkast. På den lange bane har strategien givet et væsentligt højere afkast end vores peers, til trods for at vi de seneste par år har haft noget modvind på den front.

Kigger vi fremad, står porteføljen et godt sted. Optionsbaserede eksponering mod aktiemarkedet og med sikkerhed i obligationerne, som vi prioriterer højt. Det mener vi giver rigtig god mening, særligt i en tid med stor usikkerhed. Jo mere usikkerhed, des mere attraktive er konvertible, især når vi tager i betragtning, at vi får de indbyggede optioner billigt. Oven i det har vi et Small Cap-tilt, der på godt og ondt betyder, at porteføljens eksponering er uden den form for koncentrationsrisiko, som der ses i aktiemarkedet i øjeblikket, hvor få meget store selskaber driver hovedparten af afkastet for de gængse aktieindeks.